



MARKET ECONOMICS

Weekly Economic Report

2025 年 7 月 31 日号 (No.1105)

河野 龍太郎

チーフエコノミスト

加藤 あずさ

シニアエコノミスト

白石 洋

シニアエコノミスト

井川 雄亮

マーケット・ストラテジスト

夏休みの推薦図書

河野 龍太郎

今週のトピックは恒例の「夏休みの推薦図書」です。ゴールデンウィーク以降、読んだものの中から、以下、5冊おすすめします。

本題に入る前に、一つ宣伝させてください。今週、みずほ銀行の唐鎌大輔さんとの対談本『世界経済の死角（幻冬舎）』を出版しました。何だか二匹目のドジョウを狙ったようなタイトルだと思われるかもしれませんが、トランプ 2.0 の帰結、ドル基軸通貨体制の行方、日銀の金融政策、外国人労働問題、日本の公的債務問題とキャピタルフライトのリスク、AI と人類の行方等々、テーマ満載の 3 時間×4 回=12 時間の白熱徹底対談本です。夏休みの一冊として、是非、お手に取っていただければ幸いです。

『ケイパビリティ・アプローチとは何か 生活の豊かさを測る』マーサ・ヌスバウム著、栗林寛幸訳、池本幸生訳 勁草書房

従来、発展途上国の経済開発を考える際、GDP や一人あたり GDP をいかに増やすかが主要な論点でした。しかし、現実には、民主制にほど遠い国では、平均値としての一人あたり GDP が増えていても、財政資金が教育や医療には回らず、国民の豊かさにはまったくつながっていない、と言うケースが多数観測されます。ケイパビリティ・アプローチとは、その人が「自分らしい人生」を選び、実現できる自由をどれだけ持っているかに注目した、開発と福祉のための考え方です。以下は、2025 年 5 月 24 日号の週刊東洋経済への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

従来の社会厚生論や開発経済学に再考を迫る、待望の翻訳書だ。経済成長だけで、生の尊厳や豊かさを達成できるのか。この問いを出発点に、「善き生」とは何かを根底まで掘り下げる。

本書の主題である「ケイパビリティ・アプローチ」は、1998 年のノーベル経済学賞受賞者であるアマルティア・センが提唱した理論を発展させたものだ。従来は、途上国の発展を図る際、一人当たり所得など、主に金銭的な豊かさを測定していた。しかし、現実には、近くに学校があっても、子供たちが家事や労働で忙しくて通学できなければ、教育を受ける自由があるとは言えない。また、病院があっ



でも、移動手段がなくアクセスが困難であったり、お金がなくて治療が受けられないかもしれない。だとすれば、生命や身体の健康が守られているとは言えない。

ケイパビリティ・アプローチは、富や所得の量などを指標とするのではなく、個々人を対象とした上で、一人ひとりが何をできるか、どんな生き方が選べるか、「生き方の自由」と「可能性」そのものを問う。最重視するのは10の中心的ケイパビリティ——生命、身体の健康、身体の不可侵性、感覚・想像力・思考、感情、実践理性、連帯、自然（他の種との関わり）、遊び、自身の環境のコントロール——だ。

それらは、人間が自由に生を選び取り、意味ある人生を築くための不可欠な条件である。国家には、すべての市民にその最低限の水準（閾値）を保障できるよう教育や環境の整備をする責任があると著者は主張するが、ここが制度設計への含意を敢えて曖昧にとどめていたアマルティア・センとは異なる点だろう。センは、何が人間にとって重要かは、当事者の参加する地域での熟議で決めるべきと考えていた。リストを固定すると、それに該当しない事例や変化する価値を排除することになるためだが、ヌスバウムが提示したのは、あくまで最低限の水準だ。

本書の問題意識は、米副大統領となったJ・D ヴァンスが『ヒルビリー・エレジー』で描いた地方の低所得白人層の絶望とも響き合う。失業や教育格差だけでなく、自己肯定感や社会的つながりの喪失などは、まさにケイパビリティの剥奪にほかならない。ただ、こうした絶望に対する現在の米国の政治的応答が、経済ナショナリズムと自己責任の強調であるのは皮肉だ。著者が目指すのは、あくまで普遍的な人間開発のビジョンだからだ。

「善き生」を問うたアリストテレスの人間観を継承しつつも、単なる理想論にとどまらない。現代社会に具体的な行動を促す本書は、分断と排除が進む今日にこそ読まれるべきだろう。

『秩序崩壊 21 世紀という困難な時代』ヘレン・トンプソン著、寺下滝郎訳 東洋経済新報社

ペトロダラー体制が始まったのは、1970 年代に米国が原油輸入国になったためでした。1960 年代まで、中東の原油は輸入国である英国のポンドやフランスのフラン、オランダのギルダーなどで取引されてきました。米国が最大の輸入国となったために、建値をドルとし、売買代金は米国財務省の特別口座で利金を含めて米国債に投資され、同時に、米国は中東の安全保障にコミットするようになりました。ペトロダラー体制は、エネルギー、国際金融、安全保障の三位一体の政策パッケージの象徴だったわけです。

オバマ時代から、米国の軍事能力の太平洋シフトが始まりましたが、それは、単に中国が軍事的に台頭したからではなく、シェール革命によって再び米国が原油輸出国になったことも大きく影響しています。以前のように中東の安全保障にコミットすることの国内的な正統性も薄れたわけです。一方、最大の原油輸入国となった中国は、当然にして中東の安全保障に強い興味を持ちますが、同時に、



2018 年からは上海市場において人民元建ての原油先物の取引を始めています。原油を供給する側の中東にとっては、運用先が確立されるのであれば、ペトロチャイナ体制に向かうのは悪い話ではないように思われます。こうした点も、現在のドル単一基軸通貨制がそのままの形で永続しないと考える理由です。以下は、2025 年 6 月 7 日号の週刊東洋経済への寄稿です。

.....

国際制度といえば、国際政治や国際金融を思い浮かべる人が多いだろう。本書は、そうした国際制度が機能するには、地理的に偏在するエネルギー基盤の安定が不可欠だと明らかにする。大西洋を挟む米欧の金融、エネルギー、民主主義——。3 つの絡み合う歴史を整理し、1970 年代以降、それらの正統性がいかに損なわれ現在の世界的混乱を招いたかを分析する。

本書の眼目は、制度が社会を統合する秩序であるためには、地政学的制約や国内の再分配とも整合する必要がある、という点だ。制度は単なるルールの寄せ集めではない。国際金融には国家間の信認とそれを支える国内的正統性、エネルギーには輸送経路や供給源の安定性、民主主義には敗者が納得する意思形成の仕組みが必要だ。

著者は 1971 年のブレトンウッズ体制崩壊を転機として描く。当時のニクソン米大統領が金と米ドルの交換停止を発表。金の裏付けなき国際通貨へ変質したドルは、急激な膨張で金融部門に巨利をもたらすが、それを支える国内の信認と分配構造は徐々に空洞化する。

同時に、米国が原油輸入国となり新たな制約に直面し始めた経緯を描くことで、ニクソンショックの多面性を浮き彫りにする。ニクソンショックは、原油をドルで決済し、受け取った代金を資源国が米国債で運用するペトロダラー体制の出発点でもあった。だから米国は中東の安全保障にコミットした。つまり、エネルギーと国際金融、さらに安全保障が結合した覇権体制の再編だったのである。

トランプ政権は、米国が供給するグローバル公共財としての覇権体制の費用を各国が負担していないと批判し、一部を関税で徴収すると主張する。ただ米国が覇権体制から手にする利得は大きい。問題は金融部門など一部への利得の集中だが、本来は国内で再分配すれば済む話だ。米国が覇権維持のコストを国内で回収できず、国外に押し付け始めたのがニクソンショック時からの歴史であるのは興味深い。

では、なぜ再分配できないのか。金融部門からの政治献金だけが理由ではあるまい。本書は問題の根深さを示唆する。60 年代までの公民権運動により表面的には差別が撤廃されたが、黒人の歴史は今も米国の正史として共有されず、人民が統合されていない。共同体の記憶や歴史の物語が分断されたままなら、再分配も合意形成も機能しない。

覇権体制の持続に不可欠なのは、外向きの公共財の供給だけではなく、内に向けた物語の共有と再分配だろう。



『恐怖と自由 ジュディス・シュクラーのリベラリズム論と21世紀の民主制』ヤン=ヴェルナー・ミュラー著、古川高子訳 みすず書房

スティーン・ミラン CEA 委員長の4月7日の講演での発言——各国は米国主導の安全保障や国際金融制度、自由貿易制度に「ただ乗り」しているので、米国は利用料を徴収する必要がある、関税はその一つ——は、彼の持論でもあったので、さほど大きな驚きはありませんでした。もちろん、こうした主張を続けてきたミラン氏が CEA 委員長に選ばれた時には、やはりそうだったかと落胆はしました。

私が椅子から転げ落ちるほどの強い衝撃を受けたのは、2月14日のミュンヘン安全保障会議での J・D・ヴァンス副大統領の発言でした。「私がヨーロッパについて最も懸念している脅威は、外部からではなく・・・内部からの脅威です。ヨーロッパがアメリカと共有してきた最も根本的な価値観から後退しつつある——それこそが問題なのです。・・・数百万人に上る選挙民に対して、彼らの思いや懸念、願望や救済を求める訴えが、“無価値”だとか“考慮に値しない”などと突き放すようでは、ドイツの民主主義はもはや存続できません」。

前半に出てくる「最も基本的な価値」と言うのは、「言論の自由」などのことであり、それは EU のデジタル上の表現規制やプラットフォーム規制を批判したもののと思われます。また、後段の意味するところは、 AfD など右派ポピュリズムの支持層の声も民主主義の一部として尊重されるべきということですが、この発言がなされたのは、ドイツの総選挙の1週間前でした。歴史的な転換になる講演だと感じていましたが、実際、この後に欧州は共通安全保障に舵を切りました。

ポスト・リベラリズムを自認するヴァンス副大統領が、リベラリズムを敵視しているのは、それがメリトクラシーの暴走を招き、知識エリートによる経済や政治の支配を正当化していると考えためです。確かに、そうした批判にも一理ありますが、リベラリズムはこのまま退潮するのでしょうか。再生を図る道はないのでしょうか。ヴァンスの思想については、冒頭でご紹介した『世界経済の死角』でも取り上げているので、ご参照ください。

今のところ、私はヤン=ヴェルナー・ミュラーの論考がリベラリズムの再生に有用なのではないかと考えています。以下は、2025年6月10日号の金融財政事情への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

リベラリズム（自由主義）は、18世紀末に王政や貴族制を打破する際の礎となった考えだ。近代では自由経済や民主主義と深く結びつくことで発展した。しかし、近年、先進国では、リベラリズムが高い教育を受けたエリート層の経済、政治支配を可能にしたと糾弾されている。米国の J・D・ヴァンス副大統領が拠り所とするポスト・リベラリズムはその批判の急先鋒であり、トランプ再登場のみならず欧州でのポピュリスト政党の躍進もリベラリズムの自己矛盾を鋭く突く現象だ。

本書は、ドイツ生まれの政治思想の第一人者が、リベラリズムが直面する危機を分析し、再生の糸口を示した好著である。



まず、リベラリズムの危機を「自己満足」と「エリート主義」の二重構造に起因すると分析する。リベラリズムは、「市場原理主義」や「グローバリゼーション」が不可避であると当然視して、異なる価値観を持つ庶民の不信に向き合ってこなかった。かつては民主主義と結びついていたはずが、次第にエリートの自己正当化の論理に変質した。「貧しいのは努力が足りないから」という自己責任論をうそぶき、強い反発を生んでいる。

本書がリベラリズム再生のカギとして着目するのは、米政治思想家ジュディ・シュクラの論文「恐怖のリベラリズム」だ。シュクラは自由の保障だけでは不十分であり、人々が抱える「恐怖の除去」こそがリベラリズムの本質的使命と主張した。

例えば財産が現実社会における自由の前提条件なら、名目的に自由の権利を得ても、財産を持たない人は経済的不安や社会的排除といった恐怖の中での生活を強いられる。ならば国家が積極介入し、その恐怖を軽減しなければならない。これらの主張は、先にご紹介したマーサ・ヌスバウムの『ケイパビリティ・アプローチとは何か』とも共鳴するだろう。

ミュラーは、シュクラの論考を基にリベラリズムを「価値体系」ではなく、「害悪を防ぐ制度的枠組み」として捉える。民主主義が多数派による圧政となつて、少数派が直面する恐怖を軽視するリスクを強調し、単なる多数決ではない「恐怖を生まない制度設計」の重要性を説く。民主主義は本質的に不確定であり、それを恐怖に転換させない制度環境が「恐怖からの自由」ということなのだろう。

「リベラリズムは抽象的な個人を前提とし、人々が生きてきた歴史や社会を軽視する」とポスト・リベラリズムは批判する。しかし、圧政や急激な体制転換が人々を苦しめてきた人類の歴史的経験に基づくのなら、リベラリズム再生への有効な理論的支柱となるはずだ。

『競争なきアメリカ 自由市場を再起動する経済学』 トマ・フィリポン著、川添節子訳 みすず書房

かつての米国は「競争」の代名詞であり、欧州は「過度な規制」の代名詞でもありました。しかし、1980年代以降、米国では競争政策において、独占に対し寛容なコンテストブル理論が導入され、いつの間にか、独占・寡占の弊害が様々な分野で蔓延するようになりました。米企業の利益率が高いのは、独占や寡占によってマークアップが上昇し、同時に、労働市場では「買い手独占（モノプソニー）」によって、レント・シェアリングが乏しくなっていることが背景です。一方の欧州は、1980年代までの米国と同様の競争政策を進め、独占・寡占の弊害が抑えられるとともに、レント・シェアリングも適切に行われています。

日本の産業界は、私の目には、米国を後追いしているように見えますが、どうでしょうか。日本企業は競争力が乏しいから、価格を引き上げることができなかった、というのは誤解で、レント・シェアリングを抑制してきたから、人件費が増えず、価格に転嫁する必要がなかったというのが真実だと思います。実際、人件



費を増やす必要が生まれると、それ以上の便乗値上げも観測されます。コーポレートガバナンス改革の効果で、企業の利益率は高まり、配当も増えましたが、レント・シェアリングの抑制という弊害も引き起こしたように思われます。以下は、2025年7月12日号の週刊東洋経済への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

驚くべきことに、「自由な競争」はもはや米国経済の代名詞とはいえない。本書は、いかにして米国が競争的ではなくなっていったか、その過程をデータに基づき緻密に描いたものだ。

かつて米国は、自由参入と価格競争が機能するダイナミックな市場経済だった。しかし金融、医療、ITなど多くの分野で市場集中や寡占が進行、価格水準が上昇した今、企業の利益率が高止まりする一方で、賃金は伸び悩む。

本書は、その原因となった制度変化に着目する。1980年代以降、独占行為を取り締まる反トラスト政策が後退する中で、巨額の企業献金が許されるようになり、ロビー活動が蔓延した。規制当局は産業の虜となり、市場集中を許す。独占が利幅の拡大を可能にただけでなく、労働市場における「買い手独占（モノプソニー）」も進み、賃金が抑えられて労働分配率が大きく低下した。規制と労使の力関係の逆転こそが、今日の米国経済の非効率性と経済格差の根源だと論じる。

近年、独占力を強めた GAFAM が自らの脅威となる新規参入者を企業買収で取り込み、それがイノベーションの大きな阻害要因となっているのはよく知られている。評者が驚いたのは、そうした事態が広範な産業で生じていたことだ。実際に、多くの部門でマークアップが上がっているが、それがコロナ禍以前の低いインフレの中で進行したために、多くの人は構造変化に気がつかなかったのだ。

米国では人々の健康に直結する医療分野も、他のサービスと同様に扱われるが、保険会社に対抗するため病院の統合が進み、独占の弊害として、地域医療の不足が起こり、医療費高騰が問題となっている。

本書の白眉は欧州との比較だ。かつて過剰規制の代名詞だった欧州が、今では競争促進的な環境を整えたことがデータで示される。統一市場の下、超国家的組織に運営を委ねたため、ロビー活動による競争政策の歪みが避けられた。GAFAMへの規制・介入や個人情報保護規制（GDPR）の導入、独占回避の合併阻止・企業分割命令など、今の米国には難しい対応が取られている。

競争なき米国と競争的な欧州は単なる偶然ではなく、それぞれの制度が生んだ結果だ。競争は市場によって自然に生まれるのではなく、制度によって設計されるという認識が本書を貫く核心だ。

トランプ米大統領の再登板で、米国の競争政策はさらに株主や大企業経営者らの私的利益に傾き、競争が損なわれる恐れがある。その先にあるのは、ロシア型の寡頭支配の跋扈ではないか心配だ。



本書は中国には踏み込んでいないが、共産党への脅威となる巨大テック企業の活動が強く規制された。皮肉なことに、それが反独占的な効果をもたらし、中国という権威主義国家で AI や EV などのイノベーションが群発する背景となっているのではないか。

『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ 21 世紀資本主義のイメージ』ロバート・B・ライシュ著、中谷巖訳 ダイヤモンド社

1991 年に経済学者のロバート・ライシュは『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ（ダイヤモンド社刊）』を出版しました。このタイトルは、経済学の始祖であるアダム・スミスの『国富論（An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations）』を意識したのは言うまでもありません。

IT 革命とグローバリゼーションの前夜において、ライシュは、知識社会の到来によって、高い教育を受けた知識エリート層が経済社会の意思決定に、多大な力を持つようになることを喝破していました。改めて読み返すと、その反動としてトランプ 2.0 の登場が必然であったことを予感させる内容でもあります。この話は、『世界経済の死角』の「むすびに代えて」でも取り上げています。

出版当時、駆け出しのエコノミストであった私は、ライシュの論考に強い衝撃を受けると同時に、ライシュの言うところの「シンボリック・アナリスト」を目指して、エコノミストとしてのキャリアを築き始めた、という思い出深い一冊でもあります。

週刊東洋経済に『名著は知っている』という読書欄があり、現代社会を読み解くための古典などが紹介され、私は毎週楽しみに読んでいます。そのコラムで、今回、トランプ 2.0 の誕生とその行く末を考えるとといった視点で、ライシュの『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ』を取り上げました。以下は、2025 年 6 月 21 号、6 月 28 日号、7 月 5 日号の週刊東洋経済への寄稿を修正・加筆したものです（上中下の 3 回の掲載です）。

.....

上編：新たな支配階層の登場を予見

高い教育を受けた人々が支配する「ディープ・ステート（闇の政府）」の解体。これは陰謀論であると同時に、トランプ 2.0 のアジェンダの 1 つだ。

米国では、高等教育を受けたエリートが経済のみならず政治、社会の意思決定も独占し、格差が固定化されている。ディープ・ステート解体論はその構図に多くの人が反発を強めていることの表れだが、この流れはいつから始まったのか。

英国の社会学者マイケル・ヤングは、1958 年に風刺小説『メリトクラシー（原題：The Rise of the Meritocracy）』を発表し、能力や学歴を高めるための努力に基づき地位が決まる社会、すなわち「メリトクラシー」が生み出す新たな階級社会の到来を警告した。メリトクラシーはヤングの造語で、「能力主義」と訳される



こともあるが、民衆が支配する「民主主義」に対抗する概念であり、高い能力や高い学歴を持った人による支配体制のことだ。

ヤングが描いたディストピアでは、従来の英国の世襲貴族が衰退する一方、それに代わって高学歴や専門的能力を持つ新たなエリート層が台頭する。彼らは自らの地位を自身の努力で勝ち取った正当なものと認識するため、世襲貴族制より強固で、場合によってはたちが悪い。社会の下層にいる人々に対し、「自己責任」で貧困に陥ったと見なすからだ。

このヤングの問題意識は、米国の経済学者であるロバート・B・ライシュが「シンボリック・アナリスト」の概念を提唱したことで、さらに明確化された。ライシュは、グローバル化とITデジタル革命の前夜の1991年に『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ』を発表し、新たな階層の登場を予見した。

シンボリック・アナリストとは、概念やデータ、言語、音声、映像などのシンボルを駆使して、問題を提起し、その解決や戦略を立案する専門家群を指す。経営コンサルタント、金融コンサルタント、税務コンサルタント、軍事コンサルタント、広告プランナーなどに加え、その後のITデジタル時代には、データ・サイエンティスト、ソフトウェア・エンジニアなど、さまざまな職種が誕生した。

グローバル化の進展で国民経済という概念が希薄化していく中、彼らは、自らの知識を基にさまざまな情報を分析し、新たな付加価値を生み出す力を持ち、高い報酬を獲得するとライシュは予言した。

高度な教育と専門知識を持つ者に富と権力が集中する一方、中間的な賃金の仕事は失われ、二極化が進む。伝統的な製造業に勤める「ルーティン生産労働者」の仕事は減少し、対人サービス従事者の仕事は増えていく。移民拡大の影響も加わり、多くの労働者の地位は経済的にも社会的にも低下していく。結局、シンボリック・アナリストに仕えるような職種が増えていき、格差社会が到来する。

このように、ライシュはシンボリック・アナリストの台頭が社会に新たな亀裂を生み出すリスクを警告していたのである。

心に残る名フレーズ

『ルーティン生産労働者の立場は低下しつつある。対人サービス従事者は、それほどはっきりではないが、やはり貧しくなりつつある。それに比べて、シンボリック・アナリスト——新しい問題を解決し、発見し、媒介する人々——の場合は、大勢として世界経済のなかで成功をおさめつつある。』

中編：エリートの自己正当化の論理に

ライシュは、若き日にローズ奨学金を得て、後に米大統領となるビル・クリントンと英オックスフォード大学に留学する。帰国後も米イェール大学で共に学ぶが、盟友クリントンが1992年の米大統領選挙に勝利すると、ライシュは労働長官に就任した。



クリントン政権が、労働者をグローバル時代に適応可能とすべく高等教育重視の政策に舵を切ったことに、選挙前年に出版された『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ』の論考が影響したのは言うまでもない。政権は、高度な専門性を持ち高所得を得るシンボリック・アナリストを増やそうとしたのだ。

けれども、それはメリトクラシー（高い能力や高い学歴を持った人による支配体制）の暴走の始まりでもあった。確かに高い所得を得るには人的資本を高める必要があり、高等教育の整備が重要だ。

至極まっとうな政策のはずだったが、それは高等教育を受けていない人を丸裸にする風潮を生む。「あなたが経済的に成功していないのは、チャンスがあったにもかかわらず、十分な努力をしなかったからだ」。エリートの自己正当化の論理になるとともに、エリート支配への反発の遠因にもなった。

振り返れば、クリントン政権は従来の「古い民主党」と決別し、市場経済を重視して金融部門と勃興期の IT 部門を取り込み、共和党以上に新自由主義的政策を推進した。

ライシュは本書で、恵まれた家庭の子が高い教育を受けシンボリック・アナリストが次の世代に再生産される危険性にまで踏み込んでいた。しかし、実際の政策は、積極的にリスクを取る人への支援は惜しかなかったが、変化によって損失を被る人を包摂するにはまったく不十分だった。

新自由主義路線を嫌気したのか、その後ライシュは学界に戻り、経済社会の変貌に合わせ主張を発展させていく。2000 年出版の『勝者の代償』では、グローバル化と IT 革命が経済的成功のあり方を根本から変え、経済の柔軟性が増し、企業が収益機会を大きく拡大する一方、労働者は安定した職業人生を失っていくと警鐘を鳴らした。

2007 年の『暴走する資本主義』では、企業の競争が民主主義の機能を損なっていると論じるようになる。グローバル化によって企業はより効率的に利益を追求し、消費者と投資家の利益は優先されるが、同じ個人であっても、労働者や市民としての権利は損なわれていると指摘した。

それはグローバル金融危機前夜だったが、民主主義を取り戻すには、国家と企業の関係を見直し、企業が巨額献金やロビー活動を通じて政策決定に過度な影響を及ぼすことに歯止めをかけ、弱体化する労働組合の再強化や最低賃金引き上げなどによって労働者の権利と生活水準の向上を図ることを提案していた。

現実には、2010 年の「シチズンズ・ユナイテッド対連邦選挙委員会裁判」の連邦最高裁判所の判決で、青天井の政治献金が可能となり、金で買われる政治が当たり前となっていく。



心に残る名フレーズ

『シンボリック・アナリストが、質のいい学校や優れた医療制度、第一級の社会資本の整った孤立した居住地に引きこもり、その他大勢が取り残されたとしたら、ルーティン生産従事者や対人サービス従事者、あるいはその子供たちがいつかシンボリック・アナリストになれる可能性は減ってしまう。』

下編：トランプも問題意識は共通だが…

2018 年出版の『コモングッド』で、ライシュは、現代資本主義が公共善を軽んじ、市場機能が損なわれ、格差が拡大していると警告し始める。グローバル企業や知識エリート層がますます強い影響力を持ち、一般市民の政治的、経済的発言権が低下しているというのだ。

コモングッドとは、公共善、共益、良識のことで、社会の一員として連帯する市民が互いに負うべき義務を示す。何世代にもわたって積み上げられた信頼の集合体のことでもあり、社会のメンバー全員が共有する価値観である。

富と権力を持つ人が、さらに多くの富と権力を手中に収めることを目的に社会の信頼を窃取し、かつてコモングッドと定義され履行されていた暗黙のルールが侵食されている——。ライシュは、教育再生や市民教育の徹底を通じコモングッドを取り戻すべきだと主張した。

市場重視のリベラル派だったライシュは 30 年余りを経て、コミュニタリアンの要素を身に付けたのだろう。今やリベラル・コミュニタリアンというべきか。

実は『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ』の最終章でも、コスモポリタンのシンボリック・アナリストと、グローバル化を否定するゼロサム・ナショナリストの将来の激突を予想し、第 3 の道を探っていた。たどり着いたのがコモングッドとも読める。

上編の冒頭で述べた通り、高い教育を受けたエリート層が支配する「ディープ・ステート」の打破がトランプ 2.0 のアジェンダだ。政権の経済ナショナリストは人々に広がる陰謀論を利用しつつ、グローバル化の巻き戻し、メリトクラシーの暴走への歯止めをうたう。ライシュと問題意識は同じだが、関税政策などの手法は、ライシュがゼロサム・ナショナリストと呼んだものに近い。

また、トランプ政権には、巨大テック企業経営者やヘッジファンド経営者などグローバルリストも共存する。経済ナショナリストと彼らとは、本来、水と油の関係のはずだが、ワシントンのエスタブリッシュメントへの強い嫌悪感という点で一致しているように見える。今後、両者の関係はどうなるのか。

1 つの仮説は、当面はトランプ大統領の手のひらで両者は競い合うが、将来、ポスト・トランプにおいて、グローバルリストが排除されるというものだ。



もう 1 つの仮説は、両者がこのまま共存する世界だ。一部を除きトランプ大統領に距離を置いていた巨大テック企業や米金融機関の経営者がトランプ支持に回り始めたのは、単に権力を恐れ迎合し始めたというだけではなく、トランプ 2.0 の世界では、米資本であるならビジネスをしやすくなると考え直したからでもあるだろう。

もし、後者の世界になるのだとすれば、新自由主義の巻き戻しの後に現れるのは、IT 寡頭支配や金融寡頭支配ではないか。それらはライシュが掲げてきたコスモポリタン主義ともコモングッドとも大きく異なる。

民主社会とは相いれない姿である。

心に残る名フレーズ

『要するに、コスモポリタンの思考は世界的問題の多くについて有益で適切な見方を提供し、ゼロ・サム思考の落とし穴を避けることができるが、その照らし出す問題の解決に必要な手だてを実行する気を失わせる。』

以下もお薦めです。

『技術への問い』マルティン・ハイデガー著、中山元訳 日経 BP

『コロナ禍と日本の教育 行政・学校・家庭生活の社会学的分析』中村高康著、荻谷剛彦著 東京大学出版会

『コロナ対策の政策評価 日本は合理的に対応したのか』岩本康志著 慶應義塾大学出版会

『人口半減ショック 地域の新戦略 賢く縮み乗り越える』田中秀明編 日経 BP 日本経済新聞出版

『スティグリッツ 資本主義と自由』ジョセフ・E・スティグリッツ著、山田美明著 東洋経済新報社

『戦場化するアジア政治 民主主義と権威主義のせめぎ合い』國分良成編、粕谷祐子編、日本経済研究センター編 日経 BP 日本経済新聞出版

『大転換時代の日韓関係』伊集院敦著、日本経済研究センター著 文真堂

『男女賃金格差の経済学』大湾秀雄著 日経 BP 日本経済新聞出版

『中国と台湾 危機と均衡の政治学』松田康博著 慶應義塾大学出版会

『中国の政治体制と経済発展の限界 習近平政権の課題』劉徳強編、湯浅健司編、日本経済研究センター編著 文真堂



『「不安」の解析 経済学で考える現代日本の諸相』亀田啓悟編、井深陽子編
慶應義塾大学出版会

『ライフ・シフトの未来戦略 幸福な 100 年人生の作り方』アンドリュー・スコ
ット著 東洋経済新報社

『FUTURE DESIGN 2040-成長と分配の好循環 公正・公平で持続可能な社会を
目指して』十倉雅和著 中央公論新社

皆さま、良い夏休みをお過ごしください。
酷暑が続きますので、くれぐれもお体ご自愛下さい。



無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス格付グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)

S&P グローバル・レーティング格付グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)

フィッチ・レーティングス格付会社の呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト(<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>)の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載されております。

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(<http://www.spglobal.co.jp/ratings>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(<http://www.spglobal.co.jp/unregistered>)に掲載されております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<http://www.fitchratings.co.jp/web/>)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズ：ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

S&P：S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

フィッチ：フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。



LEGAL NOTICE

This document (all references in this notice to a “document” shall be construed as referring to this document or such document/communication to which this notice relates, as appropriate) has been written by one or a combination of the following teams: (i) Credit Trading Desk Analysts who work closely with the sales and trading function; (ii) Desk Strategists who work closely with the sales and trading function; and/or (iii) Strategists and Economist teams that may also work closely with the sales and trading function; within the BNP Paribas group of companies (collectively “BNPP”). This document does not purport to be an exhaustive analysis, and may be subject to conflicts of interest resulting from their interaction with sales and trading which could affect the objectivity of this document. This document is non-independent research for the purpose of the UK Financial Conduct Authority rules. For the purposes of the recast Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (MiFID II), non-independent research constitutes a marketing communication. This document is not independent research for the purposes of MiFID II (i.e. under Article 36, Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565). It has not been prepared in accordance with legal requirements designed to provide the independence of investment research, and is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

This document is intended for those firms who are either in scope of MiFID II and have signed up to one of the relevant BNPP Global Markets packages in respect of this content, or firms that are out of scope of MiFID II and are therefore not required to pay for this content under MiFID II. Please note that it is your firm's responsibility to ensure that you do not view or use the content in this document if your firm has not signed up to one of the relevant BNPP Global Markets packages, except where your firm is out of scope of MiFID II.

Please note any reference to EU legislation or requirements herein or in the document should be read as a reference to the relevant EU legislation or requirement and/or its UK equivalent legislation or requirement, as appropriate, where applicable, and as the context requires. For example references to “MiFID II” means Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU and/or such directive as implemented in UK law through the relevant UK legislation and PRA and FCA rules as may give effect to Directive 2014/65/EU, as appropriate, where applicable, and as the context requires.

STEER™, Credit 360 and Markets 360 are trade marks of BNP Paribas.

This document constitutes a marketing communication and has been prepared by BNPP for, and is directed at, (a) Professional Clients and Eligible Counterparties as defined in MiFID II, and (b) where relevant, persons who have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, and at other persons to whom it may lawfully be communicated (together “Relevant Persons”) under the regulations of any relevant jurisdiction. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to and will be engaged in only with Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this document or its content.

Financial instruments described in this document may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

This document should not be considered objective or unbiased. BNPP may engage in transactions in a manner inconsistent with the views expressed in this document. BNPP may trade as principal, may have proprietary positions and may make markets in the financial instruments (or related derivatives) discussed herein. The author of this document may know the nature of BNPP trading positions and strategies. Sales and Trading personnel are indirectly compensated based on the size and volume of their transactions. The information and opinions contained in this document have been obtained from, or are based on, public sources believed to be reliable, but there is no guarantee of the accuracy, completeness or fitness for any particular purpose of such information and such information may not have been independently verified by BNPP or by any person. None of BNPP, any of its subsidiary undertakings or affiliates or its members, directors, officers, agents or employees accepts any responsibility or liability whatsoever or makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy and completeness of the information or any opinions based thereon and contained in this document and it should not be relied upon as such.

This document does not constitute a prospectus or form any part of any offer to sell or issue and is not a solicitation of any offer to purchase any financial instrument, nor shall it or any part of it nor the fact of its distribution form the basis of, or be relied on, in connection with any contract or investment decision. To the extent that any transaction is subsequently entered into between the recipient and BNPP, such transaction will be entered into upon such terms as may be agreed by the parties in the relevant documentation.

This document does not constitute a personal recommendation for the purposes of MiFID II or take into account the particular investment objectives, financial conditions or needs of individual clients. Information and opinions contained in this document are published for the information of recipients, but are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgment by any recipient, are subject to change without notice and not intended to provide the sole basis of any evaluation of the instruments discussed herein or in the document. In providing this document, BNPP does not offer investment, financial, legal, tax or any other type of advice to, nor has any fiduciary duties towards, recipients. Any reference to past performance is not indicative of future performance, which may be better or worse than prior results. Any hypothetical, past performance simulations are the result of estimates made by BNPP, as of a given moment, on the basis of parameters, market conditions, and historical data selected by BNPP, and should not be used as guidance, in any way, of future performance. To the fullest extent permitted by law, no BNPP group company (nor any directors, partners, officers, employees or representatives) accepts any liability whatsoever (including in negligence) for any direct or consequential loss arising from any use of or reliance on material contained in this document even where advised of the possibility of such losses. All estimates and opinions included in this document are made as of the date of this document. Unless otherwise indicated in this document there is no intention to update this document. In evaluating this document, you should know that it may have been previously provided to other clients and/or internal BNPP personnel, who may have already acted on it. Financial instruments mentioned herein, including derivative products, give rise to substantial risk, including currency and volatility risk, and are not suitable for all investors. BNPP transacts business with counterparties on an arm's length basis and on the assumption that each counterparty is sophisticated and capable of independently evaluating the merits and risks of each transaction and that the counterparty is making an independent decision regarding any transaction. The author(s) attest that the views expressed in their attached commentary accurately reflect their personal views about any of the subject financial instruments, issuers, or markets and that no part of their compensation was/is/will be directly or indirectly related to the expressed recommendation or views.

BNPP may make a market in, or may, as principal or agent, buy or sell financial instruments of any issuer or person mentioned in this document or related derivatives. Prices, yields and other similar information included in this document are included for information purposes however numerous factors will affect market pricing at any particular time, such information may be subject to rapid change and there is no certainty that transactions could be executed at any specified price.

BNPP may have a financial interest in any financial instrument, issuer or person mentioned in this document, including a long or short position in their securities and/or options, futures or other derivative instruments based thereon, or vice versa. BNPP, including its officers and employees may serve or have served as an officer, director or in an advisory capacity for any person mentioned in this document. BNPP may, from time to time, solicit, perform or have performed investment banking, underwriting or other services (including acting as adviser, manager, underwriter or lender) within the last 12 months for any person referred to in this document. BNPP may be a party to an agreement with any person relating to the production of this document. BNPP may to the extent permitted by law, have acted upon or used the information contained herein or in the document, or the analysis on which it was based, before the document was published. BNPP may receive or intend to seek compensation for investment banking services in the next three months from or in relation to any person mentioned in this document. Any person mentioned in this document may have been provided with relevant sections of this document prior to its publication in order to verify its factual accuracy.

This document is for information purposes only and there is no assurance that a transaction(s) will be entered into on such indicative terms. Any indicative price(s) contained herein or in the document have been prepared in good faith in accordance with BNPP's own internal models and calculation methods and/or are based on or use available price sources where considered relevant. Indicative price(s) based on different models or assumptions may yield different results. Numerous factors may affect the price(s), which may or may not be taken into account. Therefore, these indicative price(s) may vary significantly from indicative price(s) obtained from other sources or market participants. BNPP expressly disclaims any responsibility for the accuracy or completeness of its own internal models or calculation methods, the accuracy or reliability of any price sources used, any errors or omissions in computing or disseminating these indicative price(s), and for any use you make of the price(s) provided. The indicative price(s) do not represent (i) the actual terms on which a new transaction could be entered into, (ii) the actual terms on which any existing transactions could be unwound, (iii) the calculation or estimate of an amount that would be payable following an early termination of the transactions or (iv) the price(s) given to the transactions by BNPP in its own books of account for financial reporting, credit or risk management purposes. As an investment bank with a wide range of activities, BNPP may face conflicts of interest, which are resolved under applicable legal provisions and internal guidelines. You should be aware, however, that BNPP may engage in transactions in a manner inconsistent with the views expressed in this document, either for its own account or for the account of its clients.



This document may contain certain performance data based on back-testing, i.e. simulations of performance of a strategy, index or assets as if it had actually existed during a defined period of time. To the extent any such performance data is included, the scenarios, simulations, development expectations and forecasts contained in this document are for illustrative purposes only. All estimates and opinions included in this document constitute the judgment of BNPP as of the date of the document and may be subject to change without notice. This type of information has inherent limitations which recipients must consider carefully. While the information has been prepared in good faith in accordance with BNPP's own internal models and other relevant sources, an analysis based on different models or assumptions may yield different results. Unlike actual performance records, simulated performance returns or scenarios may not necessarily reflect certain market factors such as liquidity constraints, fees and transactions costs. Actual historical or back tested past performance does not constitute an indication of future results or performance.

This document is only intended to generate discussion regarding particular products and investments and is subject to change or may be discontinued. We are willing to discuss it with you on the understanding that you have sufficient knowledge, experience and professional advice to understand and make your own independent evaluation of the merits and risk of the information and any proposed structures. The information contained herein or in the document is not and under no circumstances is to be construed as, a prospectus, an advertisement, a public offering, an offer to sell securities described herein or in the document, or solicitation of an offer to buy securities described herein or in the document, in Canada, the U.S. or any other province or territory nor shall it be deemed to provide investment, tax, accounting or other advice. Transactions involving the product(s) described in this document may involve a high degree of risk and the value of such transactions may be highly volatile. Such risks include, without limitation, risk of adverse or unanticipated market developments, risk of counterparty or issuer default, risk of adverse events involving any underlying reference obligation or entity and risk of illiquidity. In certain transactions, counterparties may lose their entire investment or incur an unlimited loss. The information relating to performance contained in this document is illustrative and no assurance is given that any indicated returns, performance or results will be achieved. Moreover, past performance is not indicative of future results. Information herein or in the document is believed reliable but BNPP does not warrant or guarantee its completeness or accuracy. All information, terms and pricing set forth herein or in the document reflect our judgment at the date and time hereof and are subject to change without notice. In the event that we were to enter into a transaction with you, we will do so as principal (and not as agent or in any other capacity, including, without limitation, as your fiduciary, advisor or otherwise). Only in the event of a potential transaction will an offering document be prepared, in which case, you should refer to the prospectus or offering document relating to the above potential transaction which includes important information, including risk factors that relate to an investment in the product(s) described herein or in the document.

Prior to transacting, you should ensure that you fully understand (either on your own or through the use of independent expert advisors) the terms of the transaction and any legal, tax and accounting considerations applicable to them. You should also consult with independent advisors and consultants (including, without limitation, legal counsel) to determine whether entering into any securities transactions contemplated herein or in the document would be contrary to local laws. Unless the information contained herein or in the document is made publicly available by BNPP, it is provided to you on a strictly confidential basis and where it is provided to you on a strictly confidential basis you agree that it may not be copied, reproduced or otherwise distributed by you, whether in whole or in part (other than to your professional advisers), without our prior written consent. For the avoidance of doubt, you are not permitted to use AI Tools in connection with this document or the information herein, without our express prior written consent. For the purposes of this section, "AI Tools" means machine-based systems designed to operate with varying levels of autonomy and that may exhibit adaptiveness after deployment and that, for explicit or implicit objectives, infer, from the input they receive, how to generate outputs such as predictions, content, recommendations, or decisions that can influence physical or virtual environments. Neither we, nor any of our affiliates, nor any of their respective directors, partners, officers, employees or representatives accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content; and any of the foregoing may from time to time act as manager, co-manager or underwriter of a public offering or otherwise, in the capacity of principal or agent, deal in, hold or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to the securities or related derivatives that are discussed herein or in the document. BNPP may (or may in the future) hold a position or act as a market maker in the financial instruments discussed, or act as an advisor, manager, underwriter or lender to such issuer. In no circumstances shall BNPP be obliged to disclose any information that it has received on a confidential basis or to disclose the existence thereof.

The information presented herein or in the document does not comprise a prospectus of securities for the purposes of EU Regulation (EU) 2017/1129 (as amended from time to time).

This document was produced by a BNPP group company. This document is for the use of intended recipients and may not be reproduced (in whole or in part) or delivered or transmitted to any other person without the prior written consent of BNPP. By accepting or accessing this document you agree to this.

Neither DTCC Solutions LLC nor any of its affiliates shall be responsible for any errors or omissions in any DTCC data included in this commentary, regardless of the cause and, in no event, shall DTCC or any of its affiliates be liable for any direct, indirect, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit, trading losses and opportunity costs) in connection with this publication.

BNP Paribas London Branch: 10 Harewood Avenue, London NW1 6AA; tel: +44 20 7595 2000; fax: +44 20 7595 2555- www.bnpparibas.com. Incorporated in France with Limited Liability. Registered Office: 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France. 662 042 449 RCS Paris. BNP Paribas is authorised and regulated by the European Central Bank and the Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. BNP Paribas is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available from us on request. BNP Paribas London Branch is registered in the UK under number FC13447. UK establishment number: BR000170. UK establishment office address: 10 Harewood Avenue, London NW1 6AA.

For country-specific Markets 360 disclaimers (United States, Canada, United Kingdom, France, Germany, Belgium, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal, Spain, Switzerland, Brazil, Turkey, Israel, Bahrain, South Africa, Australia, China, Hong Kong, India, Indonesia, Japan, Malaysia,, New Zealand, Singapore, South Korea, Taiwan, Thailand, Vietnam) please type the following URL to access our legal notices:

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

For country-specific Credit 360 disclaimers (UK, France, Germany, Belgium, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal, Spain, Switzerland, Canada, United States, Brazil, Turkey, Israel, Bahrain, South Africa, Australia, China, Hong Kong – Branch, Hong Kong – Securities, India – Branch, India – Securities, Indonesia, Japan – Branch, Japan – Securities, Malaysia - BNPP Malaysia Berhad, BNPP - Capital (Malaysia) Sdn Bhd, Malaysia Labuan Branch, Singapore - Branch, South Korea – Branch, South Korea – Securities, Taiwan – Branch, Taiwan – Securities, Thailand, Vietnam). Please type the following URL to access our legal notices:

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/commons/documents/Country_CTDA_disclaimer.pdf

Some or all of the information contained in this document may already have been published on [MARKETS 360™ Portal](#)

Please click [here](#) to refer to our Data Protection Notice.

© BNPP (2025). All rights reserved.

IMPORTANT DISCLOSURES by producers and disseminators of investment recommendations for the purposes of the Market Abuse Regulation:

Although the disclosures provided herein or in the document have been prepared on the basis of information we believe to be accurate, we do not guarantee the accuracy, completeness or reasonableness of any such disclosures. The disclosures provided herein or in the document have been prepared in good faith and are based on internal calculations, which may include, without limitation, rounding and approximations.

BNPP may be a market maker or liquidity provider in financial instruments of any issuer(s) mentioned in the recommendation.

BNPP may provide such services as described in Sections A and B of Annex I of MiFID II (Directive 2014/65/EU), to the any issuer(s) to which this investment recommendation relates. However, BNPP is unable to disclose specific relationships/agreements due to client confidentiality obligations.

Section A and B services include A. Investment services and activities: (1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments; (2) Execution of orders on behalf of clients; (3) Dealing on own account; (4) Portfolio management; (5) Investment advice; (6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis; (7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis; (8) Operation of an MTF; and (9) Operation of an OTF. B. Ancillary services: (1) Safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services such as cash/collateral management and excluding maintaining securities accounts at the top tier level; (2) Granting credits or loans to an investor to allow



him to carry out a transaction in one or more financial instruments, where the firm granting the credit or loan is involved in the transaction; (3) Advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings; (4) Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services; (5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments; (6) Services related to underwriting; and (7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under points (5), (6), (7) and (10) of Section C (detailing the MiFID II Financial Instruments) where these are connected to the provision of investment or ancillary services.

BNPP do not, as a matter of policy, permit pre-arrangements with issuers to produce recommendations. BNPP and/or its affiliates as a matter of policy do not permit issuers to review or see unpublished recommendations. BNPP acknowledge the importance of conflicts of interest prevention and have established robust policies and procedures and maintain effective organisational structure to prevent and avoid conflicts of interest that could impair the objectivity of this recommendation including, but not limited to, information barriers, personal account dealing restrictions and management of inside information.

BNPP understand the importance of protecting confidential information and maintain a "need to know" approach when dealing with any confidential information. Information barriers are a key arrangement we have in place in this regard. Such arrangements, along with embedded policies and procedures, provide that information held in the course of carrying on one part of its business to be withheld from and not to be used in the course of carrying on another part of its business. It is a way of managing conflicts of interest whereby the business of the bank is separated by physical and non-physical information barriers. The Control Room manages this information flow between different areas of the bank where confidential information including inside information and proprietary information is safeguarded. There is also a conflict clearance process before getting involved in a deal or transaction.

In addition, there is a mitigation measure to manage conflicts of interest for each transaction with controls put in place to restrict the information flow, involvement of personnel and handling of client relations between each transaction in such a way that the different interests are appropriately protected. Gifts and Entertainment policy is to monitor physical gifts, benefits and invitation to events that is in line with the firm policy and Anti-Bribery regulations. BNPP maintains several policies with respect to conflicts of interest including our Personal Account Dealing and Outside Business Interests policies which sit alongside our general Conflicts of Interest Policy, along with several policies that the firm has in place to prevent and avoid conflicts of interest.

The remuneration of the individual producer of the investment recommendation may be linked to trading or any other fees in relation to their global business line received by BNPP.

IMPORTANT DISCLOSURES by disseminators of investment recommendations for the purposes of the Market Abuse Regulation:

Where relevant, the BNPP disseminator of the investment recommendation is identified in the document including information regarding the relevant competent authorities which regulate the disseminator. The name of the individual producer within BNPP and the legal entity the individual producer is associated with is identified where relevant, in the document. The date and time of the first dissemination of this investment recommendation by BNPP is addressed where relevant, in the document. Where this investment recommendation is communicated by Bloomberg chat or by email by an individual within BNPP, the date and time of the dissemination by the relevant individual is contained, where relevant, in the communication by that individual disseminator.

The disseminator and producer of the investment recommendations are part of the same group, i.e. the BNPP group. The relevant Market Abuse Regulation disclosures required to be made by producers and disseminators of investment recommendations are provided by the producer for and on behalf of the BNPP Group legal entities disseminating those recommendations and the same disclosures also apply to the disseminator.

If an investment recommendation is disseminated by an individual within BNPP via Bloomberg chat or email, the disseminator's job title is available in their Bloomberg profile or bio. If an investment recommendation is disseminated by an individual within BNPP via email, the individual disseminator's job title is available in their email signature.

For further details on the basis of recommendation specific disclosures available at this link (e.g. valuations or methodologies, and the underlying assumptions, used to evaluate financial instruments or issuers, interests or conflicts that could impair objectivity recommendations or to 12 month history of recommendations history) are available at [MARKETS 360™ Portal](#). If you are unable to access the website please contact your BNPP representative for a copy of this document.